

美联储缩表会带来哪些影响

□ 陈建奇 王连宫

核心阅读

顾名思义，缩表就是资产负债表的收缩，由于央行资产对应着负债，因而资产的下降伴随着负债的减少，资产的扩张伴随着负债的增加。美联储缩表是相对于金融危机以来美联储实行量化宽松政策而大幅扩张资产负债表而言的。世界各国应该加强国际协调，警示美联储缩表可能引发的较大影响，敦促美国在缩表过程中兼顾其溢出效应，避免对全球经济复苏增长构成负面冲击。

2008年金融危机期间，美联储实施超常规的量化宽松政策，资产负债表出现持续扩张的现象，但近年来伴随着美国经济的回暖及就业增长，美联储开始调整货币政策，2015年12月份宣布进入加息周期，2017年6月14日美联储宣布将于2017年年底前开始缩表，美联储缩表问题引起社会广泛关注。美联储已按计划于2017年10月正式缩表。然而，什么是缩表？美联储缩表是如何推进的？美联储缩表会产生什么影响？对这些问题需要进行分析。

美联储缩表的内涵及宏观背景分析

美联储缩表是相对于扩表而言的，顾名思义，缩表就是资产负债表的收缩，由于央行资产对应着负债，因而资产的下降伴随着负债的减少，资产的扩张伴随着负债的增加。美联储缩表是相对于金融危机以来美联储实行量化宽松政策而大幅扩张资产负债表而言的。当然，要理解本轮美联储缩表的政策取向，必须结合金融危机以来美联储货币政策的调整来进行阐述，尤其是美联储量化宽松政策所构成的资产负债表扩张的宏观背景构成理解本轮美联储缩表政策的重要视角。

从理论上讲，货币政策调节通常有数量型工具与价格型工具两种，自1990年代以来，随着金融创新的深化，货币供应等数量型工具的有效性备受质疑，利率等价格型工具成为美联储较为常用的政策手段，但利率工具也有内在的缺陷，即名义利率通常不低于零，而且央行通常只通过调节短期利率影响资金价格。但2008年金融危机以来，美联储为应对金融危机的影响，迅速将

利率下调至零利率水平，利率价格型货币政策空间就面临着大幅缩窄的问题，短期利率从零进一步下调的空间不大，在此背景下，美联储实行了量化宽松的货币政策。

美联储量化宽松本质上就是扩表，主要是指美联储在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债等中长期债券，大幅扩张资产负债表，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性资金，降低长期利率，以此刺激消费与投资，拉动宏观经济增长。金融危机以来美联储先后实施了三轮量化宽松政策，通过大规模资产购买计划大量购买国债、机构债和抵押支持债券（MBS），结果导致美联储资产负债表急剧扩张，美联储资产从金融危机初期2007年8月1日的8710亿美元上升至2017年9月30日美联储缩表前的446万亿美元，美联储资产负债表扩张了4倍左右，显示美联储大幅度扩表的现象。

美联储大幅扩表引发世界主要国家的担忧，外界将美联储量化宽松的扩表行为冠以非常规政策的称谓，表明美联储大幅扩表已经突破常理和常态。非常规就可能形成不确定性的影响，一方面，社会担心美联储扩表将伴随着美元流动性的泛滥，不仅可能诱发外汇储备贬值等储备资产的不稳定性问题的发生，也可能导致美元在全球跨境大规模流动，最后可能引发资产价格泡沫风险。另一方面，美联储突破常规的货币政策可能引发世界其他主要国家的效仿，影响世界各国的财经纪律，滋生全球经济金融的不确定性。对此，世界主要国家及主要国际机构一直期待美联储缩表以回归货币政策正常化道路。本轮美联储缩表表面上是对美国经济重回增长轨道的确认，但更重要的是释放了货币政策正常化的重大信号。

美联储缩表方式及缩表进程观察

美联储缩表既是确认美国经济回暖的重要信号，也是美联储货币政策正常化的重要操作，美国有关部门对缩表高度重视。美联储主席鲍威尔在2018年2月就职演讲中指出，我们面临的挑战不断变化，但是美联储采取的对策将一如既往。目前全球经济复苏处在10年来最强劲的时候。我们正处在一个利率政策和资产负债表逐步正常化的过程中，目的是要延续经济复苏，并进一步实现就业和物价的双重目标。2018年7月中旬美联储主席鲍威尔出席众议院金融服务委员会会议时表示，在美联储收益率曲线趋平之际，美联储没有调整缩表步伐的计划。预计资产负债表重返常态将需要3至4年时间，对货币和储备的需求决定了资产负债表的规模，资产负债表将重返正常水平。

虽然美联储缩表就是资产负债表的收缩，但缩表的方式却有着内在的差异。理论上缩表有几种方式，一是直接在市场出售所持资产，即主动缩表；二是停止对到期资产本息收入的再投资，即自然缩表；三是通过期限调整买入短期、卖出长期债券，缩短持有资产的久期，以加快自然缩表速度。关于本轮美联储如何缩表的问题，2017年6月，美联储公布了《政策正常化原则和计划附录》（Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans）。根据该报告，美联储将采用“上限额度”模式进行缩表，即公开市场账户中到期金额超过规定限额的部分才会进行再投资。对国债来说，期初的上限额度设定为60亿美元/月，到期金额超过该上限的再进行再投资，在未来一年内每3个月调整一次额度，直到达到300亿美元

额度为止；对机构债和抵押支持债券（MBS）来说，期初上限设定为40亿美元/月，未来一年内每3个月调整一次额度，直到达到200亿美元为止。

2017年9月20日，美联储议息会议宣布从2017年10月开始按计划缩减资产负债表规模。根据有关专家2017年9月发表的《全面透视美联储缩表：背景、原因、方式和影响》的报告，在国债方面，2018年和2019年是美联储持有国债到期的高峰期。2017年第四季度、2018年、2019年到期国债分别为451亿、4147亿、3522亿美元，合计8120亿美元，占当前美联储持有国债总额的33%。在抵押支持债券（MBS）方面，美联储持有MBS的期限主要是30年期和15年期，其中30年期占88%、15年期占11.5%、其他仅有0.5%。MBS在存续期间持有者会持续收到现金流。美联储过去对这些收到的现金流进行再投资，缩表开启之后，收到的部分现金流将不再进行再投资。

据此测算，美联储资产负债表可能按照如下进度缩表。2018年国债缩减2520亿美元，抵押支持债券（MBS）缩减1680亿美元，合计4200亿美元。届时，美联储资产规模缩减至41万亿美元。2019年国债缩减3600亿美元，MBS缩减2400亿美元，合计6000亿美元。届时，美联储资产规模缩减至35万亿美元。2020年国债缩减3600亿美元，MBS缩减2400亿美元，合计6000亿美元。届时，美联储资产规模缩减至29万亿美元。如持续至2021年底，美联储资产负债表规模缩减至约23万亿美元。当然最终缩表至什么程度，关键取决于美联储资产负债表的最终合意水平。对此，美联储只是宽泛地定性指出，最终的资产负债表规模将大幅低于当前水平，但高于危机前的水平。由此得出一个基本



的结论：美联储缩表将按计划推进，但也不是无限制缩表。

美联储缩表的影响机制及表现

美联储缩表意味着美元流动性的收紧，对应着货币政策的紧缩效应。而且，美国作为当代全球金融体系的中心，既有主导国际货币体系美元，又有最具竞争力的金融市场，这决定了美联储缩表可能构成对全球的潜在溢出效应。虽然2015年12月份美联储已经宣布进入加息周期，但美联储缩表将促使货币政策回归正常化，这是对金融危机以来宽松货币政策的校正，由此引发的效应既有货币政策紧缩的常规影响，也有缩表特定方式所引发的特殊的影响方式。

首先，美联储缩表可能推升中长期利率，促使债券收益率曲线变得陡峭。缩表与量化宽松的扩表是镜像关系，美联储实施量化宽松政策大量购买中长期债券，实现了压低中长期利率的目标，由此实现促进投资和消费的目的。与此相对应的是，当前美联储缩表，将缩减中长期债券规模，促使市场上中长期债券供给增加，相关债券的价格下跌伴随着收益率的升高，结果是债券收益率曲线将变得陡峭，由此将影响微观主体的资产结构及投资消费行为。

其次，美联储缩表可能加大新兴市场的风险。从经验上看，近40年来美联储货币政策紧缩往往伴随着新兴市场或者全球性的金融危机。虽然美联储缩表的影响具有复杂性，但美联储货币政策紧缩往往伴随危机的发生，这足以引发对本次美联储缩表的货币政策紧缩的重视。尽管不是每次美联储货币政策变化都伴随着新兴市场危机，但从1980年代的拉美债务危

机、1997年的东南亚金融危机等金融事件发生的情况来看，当代新兴市场危机大多出现在美联储货币政策调整时期。虽然每次危机都有其特定的复杂背景，但美联储货币政策影响因素显然难以忽略，由此揭示美国货币金融市场的潜在较大风险。

再次，美联储缩表可能构成对大宗商品价格的下行压力。世界主要大宗商品大多用美元进行结算，美元流动性或者美元指数与大宗商品价格都具有内在的重要关系。美联储缩表直接引发美元流动性的收缩，引发其他国家资本大量流入美国，结果是推升美元指数。再加上美联储近年来持续多次加息，客观上诱发美元回报率提高，此举将通过跨境资本流动和投资者资产组合等方式影响全球大宗商品市场，对大宗商品价格将构成下行压力，促使大宗商品出口国面临着收入下降及债务上升的风险，最终可能通过大宗商品链条影响全球经济增长。

综合来看，美联储缩表属于美联储货币政策正常化的重要举措，有助于改变金融危机以来量化宽松政策所引发的负面影响。然而，美国是全球经济金融中心，美元是全球主要的国际货币，在此背景下，美联储缩表显然不能回避其潜在的溢出效应，尤其是可能推动新兴市场大规模跨境资本流动的风险升级，也可能诱发大宗商品价格波动而影响全球经济增长。对此，世界各国应该加强国际协调，警示美联储缩表可能引发的较大影响，敦促美国在缩表过程中兼顾其溢出效应，避免对全球经济复苏增长构成负面冲击。

热点透析

□ 刘建飞

国际政治中的『修正主义』意味着什么

国战略界给中国扣上“修正主义”帽子，完全是战略炒作，是在战略上打压中国的一种招数。

如果对比美国及其盟友的行为，可以看出，对现行国际秩序和国际体系不时发出挑战的恰恰是它们。且不说美国一再绕开联合国发动针对联合国成员国的战争，严重损伤联合国的权威，眼下的特朗普政府退出气候变化协议、抵制多边贸易机制、质疑全球化、单方面退出伊朗核协议等举动，已经使现行国际秩序秩序、核秩序和气候秩序遭遇困境。日本无视联合国“敌国条款”，在对当年它发动的侵略战争缺少深刻反省的情况下谋求成为联合国安理会常任理事国，在某种意义上也是对联合国的一种挑战。如果说有“修正主义”，这些国家才当之无愧。

“修正主义”是美国战略界制造的又一个话语陷阱。它们将中国跟俄罗斯相提并论，非常有迷惑性。中国虽然近年在南海、东海维权上更加积极有为，但是没有触碰国际关系准则和国际法，更谈不上以大欺小、以强凌弱。就是俄罗斯，如果没有西方大国对俄罗斯进行战略挤压，挑动某些国家挑战俄罗斯的战略利益在先，俄罗斯也不会有所谓的“修正主义”行为。可以预见，只要中国坚定地以实际行动来展现走和平发展道路的决心，制造“修正主义”这个话语陷阱最终只能徒然。

专家视点

并质疑中国能否实现和平发展，中国会否成为一个“修正主义”大国。美国著名中国问题专家、哈佛大学教授江艺恩曾发表数万言的长文，从学理上论证了中国不是“修正主义”国家。该文有很强的说服力，此后“修正主义”一词一度淡出国际政治的话语中。那么，在中国已经实现和平发展并开启全面建成小康社会，进而到全面建成社会主义现代化强国新征程之时，中国是否就改变了自己的国际观和行为方式，从而变成“修正主义”国家了呢？对这个问题，中共十九大报告已经做出了十分明确的回答：中国不仅要一如既往地坚持和平发展道路，继续为世界和平与发展作贡献，而且还要同世界各国一道构建人类命运共同体和新型国际关系，实现中国与世界的双赢以及中国与世界的合作共赢。中国的国际观与行为方式并没有因为发展了就有本质的改变。中国一再申明，中国是现行国际秩序和国际体系的维护者，而且中国在对待全球化和自由贸易、维护联合国体制和权威上的表现举世公认。当然，中国正日益走近国际舞台的中心，中国在维护国家利益上会更加坚定，在推进全球治理和治理体系变革中发挥更大贡献大国作用上会更加自信，也会更加主动地提出中国方案，贡献中国力量和智慧。中国还认为现行国际秩序有不公正不合理之处，需要改革，使之朝更加公正合理、更加发展的方向前进。但是这些与“修正主义”是两码事。可见，美

美国新版《国家安全战略报告》突破前几届政府的一贯政策，将中国认定为同俄罗斯一样的“修正主义大国”，构成美国国家安全所面临的三大挑战之一。“修正主义”这个词语再次登上国际政治热词排行榜。那么，被扣上“修正主义”这项帽子意味着什么？当今世界，谁更适合戴这项帽子？

“修正”一词的字面意思就是“修改使正确”，完全是中性词，并无贬义。然而，这个词后面加上“主义”就大不相同了。在国际共产主义运动史上，“修正主义”绝对是个坏东西，是指在共产主义运动中歪曲、篡改马克思主义的思潮和政治势力，是一种打着马克思主义旗号反对马克思主义的机会主义。毛泽东曾这样评价：“修正主义上台就是资本主义上台，而且是最坏的资本主义”，是法西斯资本主义。”不知从何时起，“修正主义”一词被运用到了国际政治上，也是坏东西。凡是被攻击为“修正主义”的国家，就意味着这个国家被认定为要颠覆现行的国际秩序和国际体系，如此，势必会触动体系内多数国家的利益，造成世界的混乱。两次世界大战和冷战，从某种意义上说，都是由“修正主义”国家挑战现行国际体系而引发的。

美国战略界给中国扣上“修正主义”的帽子并非新鲜事。记得十多年前，当中国加入世界贸易组织出现经济持续高速增长而美国却深陷反恐战争泥沼之时，美国战略界热议中国崛起，

防、补偿、康复“三位一体”的工伤保险制度体系，推进基金省级统筹。加快发展职业（企业）年金，鼓励发展个人储蓄性养老保险、商业保险，在保基本基础上满足人民群众日益多样化多层次的保障需求。推动待遇水平随经济发展逐步提高，建立科学合理的退休人员基本养老金和城乡居民基础养老金正常调整机制。健全完善失业保险、工伤保险待遇调整机制。

加强监管，不断夯实社会保障物质基础。基金是社会保障制度可持续发展的物质基础。稳步推进养老保险基金投资运营，扩大基金投资规模。稳妥有序推进国有资本划转充实社保基金，做大做强全国社保基金。提高企业年金覆盖面。强化投资监管，努力实现基金保值增值。完善内控机制和财务管理，充分运用互联网和大数据等信息技术，加强基金监管，维护社会保险基金安全，确保制度平稳运行和健康发展。

转变作风，努力打造群众满意的社保公共服务。公共服务是落实社会保障政策的重要载体。加快推进全国统一的社会保险公共服务平台建设，建立集各项社会保险于一身，融经办服务与信息系统于一体，以社会保障卡为唯一载体，实现线上线下衔接互通，为参保单位和参保人员提供全网式、全流程服务的统一公共服务平台。推进社会保障信息化、标准化建设，积极实施“互联网+人社”行动计划，精简流程、优化服务，加快推动数据共享，努力实现一网通办、只进一扇门、最多跑一次。持续改进社保公共服务窗口单位作风，让人民群众享受到更加温暖贴心的服务。

（上接1版）

党的十九大提出，按照兜底线、织密网、建机制的要求，全面建成覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次社会保障体系。这是对社会保障体系建设作出的新的重大部署，对于不断提高保障和改善民生水平，增强制度的公平性和可持续性，有着重大的现实意义和深远的历史意义。我们必须以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，立足职能职责，紧紧围绕新目标新任务新要求，以更大的改革勇气、更积极的进取精神、更高超的实践智慧，全力推进新时代社会保障工作。

突出重点，努力实现社会保障覆盖全民。社会保障全民覆盖，是全面建成小康社会的基本要求。全面实施全民参保计划，以进城务工人员、新就业形态人员、灵活就业人员为重点，把更多的人员纳入社会保障范围，推动实现制度和人群最广泛的覆盖。建立全面完整准确的社会保险参保基础数据库，实现全国联网和动态更新。完善政策、创新服务，促进中小微企业和重点群体积极参保、持续缴费，促进和引导各类单位和符合条件的人员长期持续参保。

深化改革，不断完善社会保障制度体系。改革创新，是推进社会保障制度更加成熟定型的必然要求。积极稳妥推进养老保险制度改革，完善社会统筹与个人账户相结合的城镇职工基本养老保险制度，健全参保缴费激励约束机制，在实施基金中央调剂制度的基础上加快推进全国统筹步伐。不断增强失业保险预防失业、促进就业的作用，建立健全失业保险费率调整与经济社会发展联动机制。积极构建预